



## 宏观研究

# 【粤开宏观】关税冲击的宏观时滞与微观分化——4 月经济数据解读

2025 年 05 月 19 日

投资要点

分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001  
电话：010-83755580  
邮箱：luozhiheng@y kzq.com

分析师：马家进

执业编号：S0300522110002  
电话：13645711472  
邮箱：majiajin@y kzq.com

### 近期报告

《【粤开宏观】中美互降关税：为何要降？  
还有哪些没解决？未来会如何？》  
2025-05-12

《【粤开宏观】本轮物价低迷与前两轮有何  
不同：特征、原因和应对》2025-05-11

《【粤开宏观】新一轮一揽子金融政策：重  
现 924 及增量举措》2025-05-07

《【粤开宏观】“内卷式”竞争：风起何方？  
潮归何处？》2025-05-05

《【粤开宏观】博弈视角看“关税战”：特  
朗普的意图与各经济体的不同反应》  
2025-04-27

### 摘要

4 月生产、消费、投资、出口数据较 3 月出现回落，但经济仍表现出较强韧性，要注意数据比较的基准。首先，3 月或是全年经济增速的高点，4 月数据虽然弱于 3 月，但高于一季度，为年内次高。4 月工业和服务业生产同比分别为 6.1%和 6%，隐含的 GDP 同比增速将保持在 5%以上，高于全年 5%左右的经济增速目标。其次，面对 4 月初美国对华加征 145%的巨额关税，4 月出口和工业生产仍保持较高增速，好于市场预期。4 月规模以上工业增加值和出口同比分别为 6.1%和 8.1%，显著高于市场预期的 5.2%和 0.8%。

关税冲击在一定程度上加剧了宏观数据与微观感受的背离。宏观数据方面，关税冲击呈现出时滞性，工业生产和出口增速好于市场预期，主要是源于：一是“转出口”部分对冲了对美出口的下滑，4 月中国对美出口下降 21%，但对东盟出口增长 20.8%；二是“两重”“两新”政策对国内消费和投资形成有力支撑，4 月耐用品消费、设备投资、广义基建投资同比均保持两位数的增速。微观感受方面，不同微观主体的处境出现冷热分化，对美出口依赖度较大的企业将面临直接冲击，4 月制造业 PMI 新出口订单指数由前值 49%降至 44.7%，部分出口企业可能无法通过“转出口”和“出口转内销”等方式来对冲关税冲击。关税冲击的宏观时滞与微观分化在美国也有体现。例如 4 月美国 CPI 同比为 2.3%，低于 3 月的 2.4%，商品库存延缓了加征关税对美国总体物价的推高，但美国进口商切实感受到了关税上涨的压力。

### 下阶段中国经济面临三大压力和挑战：

一是出口仍面临巨大的不确定性，虽然 5 月 12 日中美暂时大幅互降关税，为中国对美出口赢得了 90 天的宝贵“窗口期”，但美对华实际关税仍高达 40%以上，贸易摩擦具有长期性和严峻性。对此，有必要未雨绸缪持续加大逆周期调节，根据需 要及时做好纾困帮扶企业、特定群体和行业，做好融资接续、财政贴息以及发放直接财政补贴，同时积极推动出口转内销工作。

二是房地产市场仍有待进一步提振，4 月房地产销售和投资同比负增长，二手房市场“以价换量”特征明显，广州、深圳等一线城市新房、二手房价格环比再度回落，价格止跌回稳的基础不牢。对此，要进一步放宽部分特大城市的限制性举措，下调利率和相关税费成本以降低房地产交易成本，增加对地方的转移支付帮助地方政府以更大力度收储等。

三是居民消费不振，短期刺激政策或对消费产生“透支效应”。本轮消费品“以旧换新”促消费的当前效果较好，但是要防范耐用消费品的透支效应以及未来一两年增速的明显下滑。对此，要将“以旧换新”政策扩围到服务消费和出口转内销产品上，发挥出更大效果。

当前“关税战”的暂时缓和也使市场产生担忧，国内稳增长、促消费的紧迫性是否下降、宏观政策的支持力度是否会减弱。我们认为，可将“国资-财政-社保”联动改革、优化假期制度作为提振消费的标志性举措和短期突破口，



激发消费信心和热情。

风险提示：外部冲击超预期、稳增长政策超预期



## 目 录

|                                                       |   |
|-------------------------------------------------------|---|
| 一、4 月经济在关税压力下仍保持较强韧性.....                             | 4 |
| （一）3 月或是全年高点，4 月数据弱于 3 月，但高于一季度，为年内次高 .....           | 4 |
| （二）面对美国对华加征 145% 的巨额关税，4 月出口和工业生产仍保持较高增速，好于市场预期 ..... | 4 |
| 二、下阶段经济面临三大压力和挑战.....                                 | 5 |
| 三、坚定不移提振消费，可将“国资-财政-社保”联动改革、优化假期制度作为标志性举措和短期突破口 ..... | 7 |

## 图表目录

|                                         |   |
|-----------------------------------------|---|
| 图表 1： 4 月中国对美出口同比下滑，对东盟出口同比上升 .....     | 5 |
| 图表 2： 1-4 月广义基建投资和制造业投资累计同比保持较高增速 ..... | 5 |
| 图表 3： 4 月房地产销售和投资当月同比下滑 .....           | 6 |
| 图表 4： 当前居民平均消费倾向仍未恢复至疫情前水平 .....        | 7 |



## 一、4 月经济在关税压力下仍保持较强韧性

评判 4 月经济数据时，要注意比较的基准。不同的比较基准会得出不同的结论，4 月经济的实际表现并不弱。

### （一）3 月或是全年高点，4 月数据弱于 3 月，但高于一季度，为年内次高

相较于 3 月，4 月生产、消费、出口同比明显走弱；但与一季度相比，4 月服务生产指数、社零消费、出口同比却持续加快。4 月社会消费品零售总额、出口同比分别为 5.1% 和 8.1%，低于 3 月的 5.9% 和 12.3%，但高于一季度的 4.6% 和 5.7%；4 月规模以上工业增加值同比为 6.1%，低于 3 月和一季度的 7.7% 和 6.5%；4 月服务业生产指数同比为 6%，低于 3 月的 6.3%，但高于一季度的 5.8%。

3 月经济数据偏高，或是全年高点。一是面对特朗普在 4 月进一步加征“对等关税”的威胁，3 月中国企业大规模“抢出口”，推高了出口和工业生产数据，由 1-2 月同比的 2.2% 和 5.9%，大幅升至 12.3% 和 7.7%。二是以旧换新政策在跨年衔接上存在一定滞后，提振消费的效果在 3 月集中释放。部分省市的补贴申领平台在春节后才正式上线，相关企业与商家也在 2 月中下旬或 3 月初才完成与地方政府的对接，形成了政策落地的“爬坡期”。1-2 月汽车类、家电音像类、家具类商品零售额同比分别为 -4.4%、10.9% 和 11.7%，3 月则大幅升至 5.5%、35.1% 和 29.5%。

一季度规模以上工业增加值和服务业生产指数同比分别为 6.5% 和 5.8%，GDP 同比为 5.4%；4 月工业和服务业生产同比分别为 6.1% 和 6%，则隐含的 GDP 同比增速将保持在 5% 以上，高于全年 5% 左右的经济增速目标。

### （二）面对美国对华加征 145% 的巨额关税，4 月出口和工业生产仍保持较高增速，好于市场预期

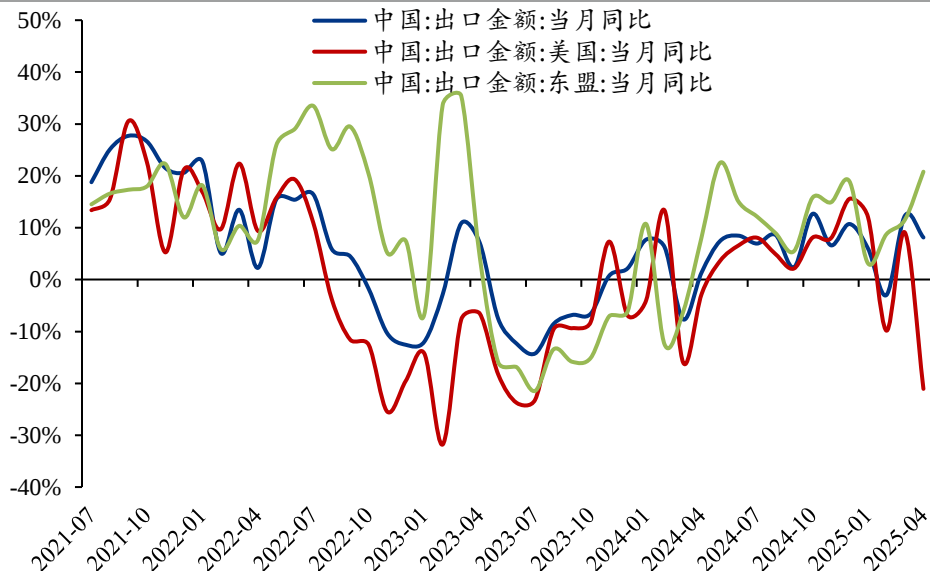
4 月规模以上工业增加值和出口同比分别为 6.1% 和 8.1%，显著高于市场预期的 5.2% 和 0.8%。

一方面，美国对华加征关税冲击 4 月中国对美直接出口，但总体出口保持韧性。4 月中下旬中国对美货物出口面临美国加征 145% 的巨额关税，4 月对美直接出口明显收缩，同比增速由 3 月的 9.1% 大幅降至 -21%，但总体出口仍保持 8.1% 的较高增速。4 月中国对东盟出口同比为 20.8%，显著高于 3 月的 11.6%；其中，4 月中国对越南出口同比 22.5%，越南对美国出口同比 34%，“转出口”部分对冲了对美直接出口的下滑。

另一方面，“两重”“两新”政策对国内消费和投资形成有力支撑。消费品以旧换新加力扩围，4 月家电音像类、文化办公用品类、家具类、通讯器材类商品零售额同比分别增长 38.8%、33.5%、26.9% 和 19.9%，政策效果显著。大规模设备更新接续推动，1-4 月设备工器具购置投资同比增长 18.2%，对全部投资增长的贡献率达到 64.5%；装备制造业持续较快增长，4 月份装备制造业增加值同比增长 9.8%。对规模以上工业增长的贡献率达到 55.9%。地方专项债券发行使用加快，政府投资带动作用持续显现，1-4 月广义基建投资同比保持 10.9%，高于固定资产投资整体增速的 4%，其中，水利管理业投资增长 30.7%，水上运输业投资增长 26.9%。

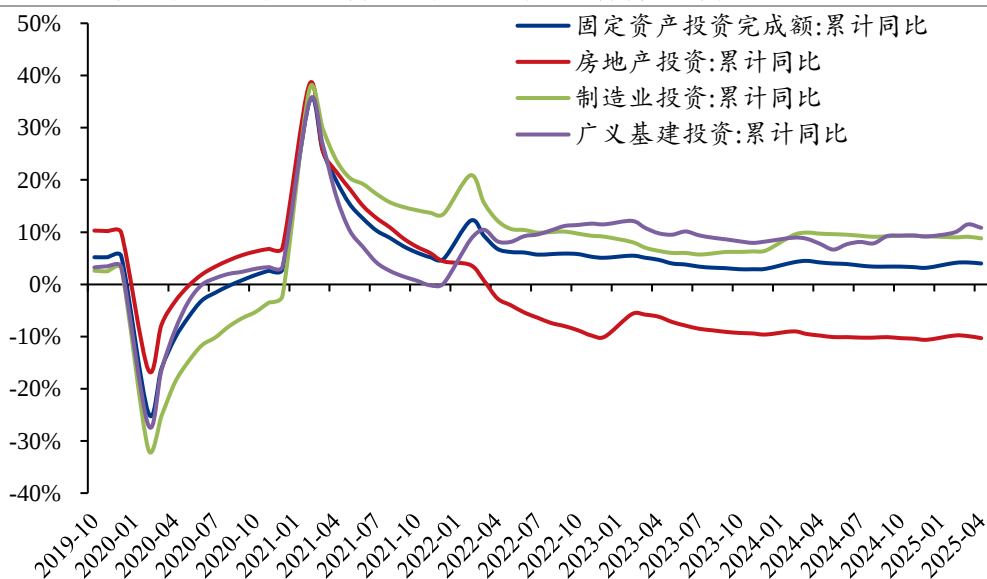


图表1：4月中国对美出口同比下滑，对东盟出口同比上升



资料来源：Wind、粤开证券研究院

图表2：1-4月广义基建投资和制造业投资累计同比保持较高增速



资料来源：Wind、粤开证券研究院

## 二、下阶段经济面临三大压力和挑战

一是出口仍面临巨大的不确定性。虽然5月12日中美暂时大幅互降关税，为中国对美出口赢得了90天的宝贵“窗口期”。但要深刻认识到贸易摩擦的严峻性和持续性，正视苦难，迎接挑战。第一，特朗普削减贸易逆差的目标与中美客观的比较优势是不可调和的，目标和效果的背离将导致特朗普提高全球“关税战”的烈度，“贸易战”的长期性和严峻性也是必然结果。第二，要看到特朗普行为的反复无常，未来90天谈判是否顺利、特朗普是否会再度撕毁会谈成果都具有高度的不确定性。2019年8月，特朗普曾公然违

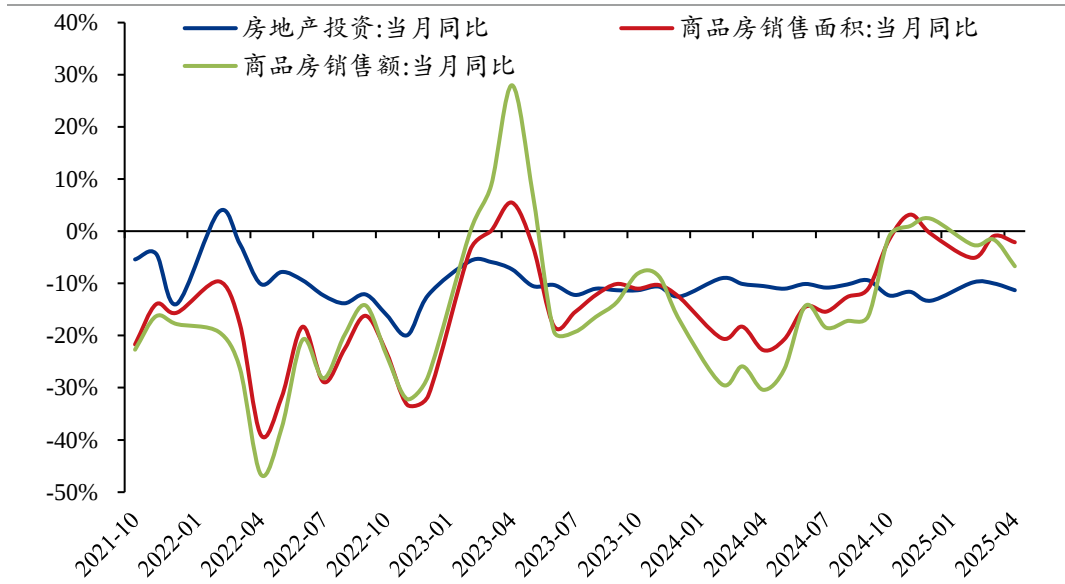


背两国元首大阪会晤重要共识要求，对中国输美商品再度加征关税。**第三**，中美对现存关税和非关税壁垒的分歧较大，短期内或难以进一步取消或下调现有关税，并且在稀土、半导体等战略领域也难以取得实质性突破。

**二是房地产销售和投資仍有待进一步提振。**4月商品房销售面积和销售额当月同比分别为-2.1%和-6.7%，低于3月的-0.9%和-1.6%；房地产投資当月同比为-11.3%，低于3月的-10%。1-4月房地产投資累计同比-10.3%，严重拖累固定资产投资总体增速。4月一二三线城市二手房房价环比分别下降0.2%、0.4%和0.4%，“以价换量”特征明显。要积极主动适应房地产市场供求关系发生重大变化的现实，强化政策协同发力，持续加大“好房子”建设供应力度，积极推动城市更新行动和保障房建设，加快构建房地产发展新模式，更好满足人民群众美好居住的需求，促进房地产市场平稳健康发展。

**三是居民消费不振，短期刺激政策或对消费产生“透支效应”。**4月社零消费同比为5.1%，显著低于疫情前8%以上的增速；一季度我国居民平均消费倾向为63.1%，低于2019年同期的65.2%。短期来看，居民消费需求不足受到疫情疤痕效应、资产价格下行、收入预期不佳等影响，居民消费能力和意愿受到抑制。长期来看，老龄化少子化、居民收入和劳动报酬占比偏低、社会保障和公共服务仍不充分等因素抑制消费需求的增长和升级。此外，短期刺激政策对消费数据提升的效果较快显现但缺乏持续性。2008-2010年国际金融危机期间，提振消费的主要措施包括通过财政补贴促进家电下乡、车辆购置税减半征收促进汽车消费等。2009-2010年广义乘用车销量同比为59.1%和30.5%，但是2011-2012年增速下降为2.8%和6.8%，产生了消费透支而后劲不足的后果。本轮消费品“以旧换新”促消费的当前效果也较好，但是要防范耐用消费品的透支效应以及未来一两年增速的明显下滑。

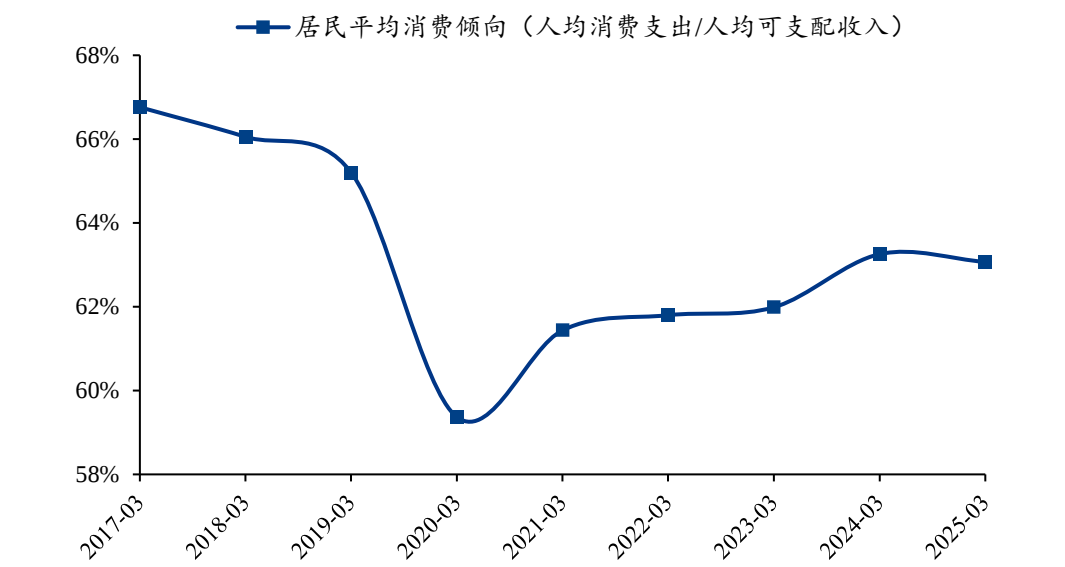
图表3：4月房地产销售和投資当月同比下滑



资料来源：Wind、粤开证券研究院



图表4：当前居民平均消费倾向仍未恢复至疫情前水平



资料来源：Wind、粤开证券研究院

### 三、坚定不移提振消费，可将“国资-财政-社保”联动改革、优化假期制度作为标志性举措和短期突破口

5月12日中美经贸谈判达成初步协议，暂时大幅互降关税，对市场预期产生了双重影响：一方面，“关税战”缓和为中国对美出口赢得了90天的宝贵“窗口期”，提振了市场信心；另一方面，“关税战”缓和也使市场产生担忧，国内稳增长、促消费的紧迫性是否下降、宏观政策的支持力度是否会减弱。

425 政治局会议明确指出，“要强化底线思维，充分备足预案，扎实做好经济工作”“坚定不移办好自己的事，坚定不移扩大高水平对外开放，着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期，以高质量发展的确定性应对外部环境急剧变化的不确定性”。

我们认为，可将“国资-财政-社保”联动改革、优化假期制度作为提振消费的标志性举措和短期突破口，激发消费信心和热情。提振消费不能仅靠刺激，从根本上来讲，要通过提高消费能力、提高消费意愿和提高供给对需求的适配性来实现，这意味着提振消费要依靠国民收入分配制度完善、社保制度改革等系统性改革。从易操作、见效快的角度来看，“国资-财政-社保”联动改革、优化假期制度可作为当前提振消费的有效抓手。

其一，推动“国资-财政-社保”联动改革，加大国资上缴财政的比例专项用于提高农村养老金，划转国资充实社保，构建完善的社会保障体系，增强居民消费意愿。提高城乡居民基本养老保险领取待遇，尤其是提高农村老人群体的养老金标准是非常有必要的，关键是钱从哪里来的问题。由于该笔支出一旦提高就将形成年度刚性支出，如果从一般公共预算支出可能加重财政负担，因此可以从发挥公有制经济的优势出发寻找方法。一方面，加大国资上缴财政的比重，增加的部分专项用于提高城乡居民基本养老保险领取待遇，尤其是提高农民养老金领取待遇；另一方面，划转国有股权给社保基金，充实社保，增强战略储备。2023年城乡居民基本养老保险实际领取待遇人数17268万人，养老保险基金支出4613亿元，人均每月仅223元。如果逐步提升至400元、500元、600元，则每年分别增加支出3668亿元、5740亿元和7812亿元，可以从国资上缴来解决。由此，形成“国资-财政-社保”联动改革，构建社保体系。



其二，优化假期制度，破除闲暇不足对服务消费的制约。面对 1998 年东南亚金融危机冲击，为刺激消费，拉动国内经济，我国推出“黄金周”制度，有效激发了居民的旅游消费热情。国际比较来看，我国在落实弹性的带薪休假制度方面存在较大不足，改革的阻力也较大。因此增加公共假期成为弥补不足的重要选项：一是优化调休安排，假期调休的天数不用再补上班。二是在公共假期缺少的月份增设假期，在 7 月、8 月、11 月、12 月等公共假期空白月份可考虑增设假期，结合原有假日如建党节、建军节，或结合传统文化、依据经济发展需要适当增加公共假期。三是鼓励各地“因地制宜”设立区域特色假期，特别是少数民族聚居地区的地方人民政府，可积极制定契合少数民族传统节日的休假安排。例如，广西的区域假日“壮族三月三”，连带双休日合计放假四天；新疆的肉孜节，连带双休日放假三天。



## 分析师简介

罗志恒，2020 年 11 月加入粤开证券，现任总裁助理，兼首席经济学家、研究院院长，证书编号：S0300520110001。

马家进，经济学博士，2021 年 7 月加入粤开证券，现任首席宏观分析师，证书编号：S0300522110002。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

## 与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

## 股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

### 股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

### 行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



## 免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“本公司”）向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的公开信息和资料，但本公司不保证信息的准确性和完整性，亦不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。本公司并不对其他网站和各类媒体转载、摘编的本公司报告负责。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，本公司不承担任何法律责任。

## 联系我们

广州市黄埔区科学大道 60 号开发区控股中心 19、22、23 层

北京市西城区广安门外大街 377 号

网址：[www.ykzq.com](http://www.ykzq.com)